

技术为王，关注成长

东吴证券石化化工组2019年策略报告

证券分析师：柴沁虎

执业证书编号：S0600517110006

联系邮箱：chaiqh@dwzq.com.cn

联系电话：021-60199782

二零一九年一月



■ 油价：原油供需短期弱平衡，中期看多

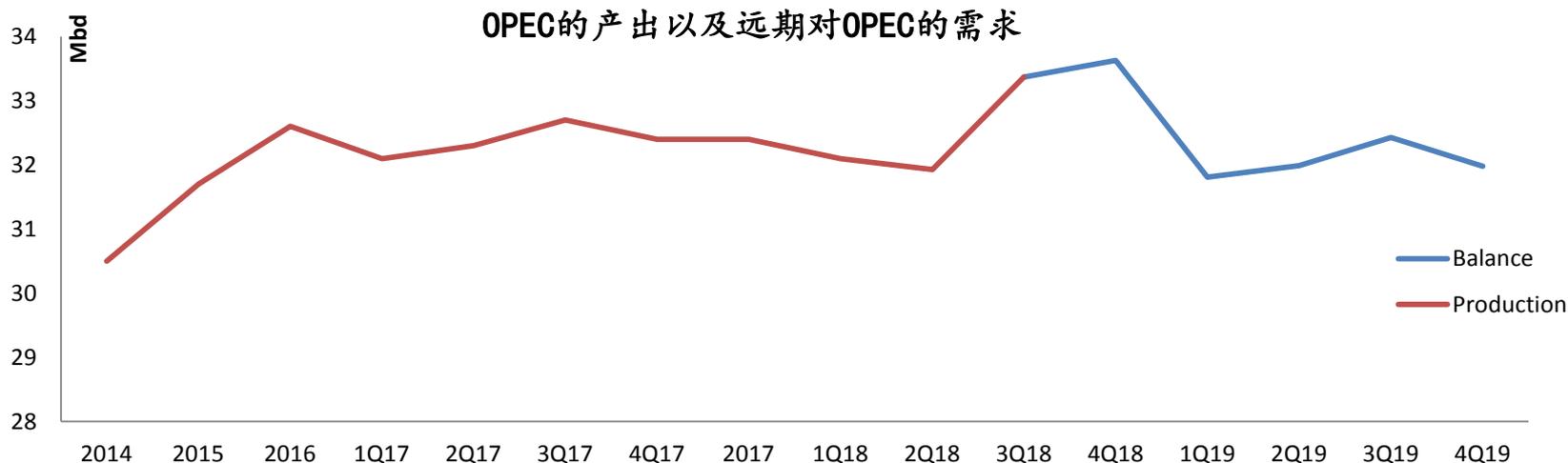
■ 天然气：季节性波动减弱，煤气比价是投资关键

■ 2019选股策略：寻找高壁垒、大市场、少竞争的标的

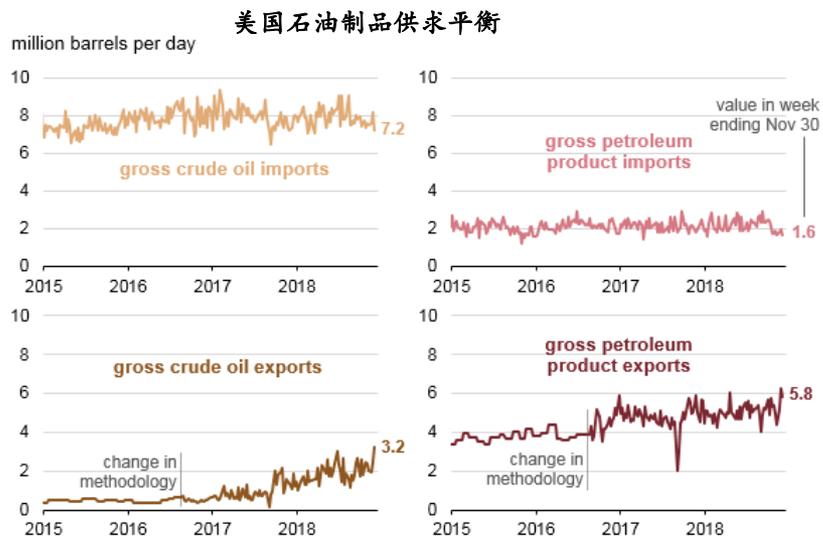
■ 重点推荐：万华化学、新奥股份、荣盛石化、道恩股份、中旗股份、万润股份、利安隆；

■ 建议关注：新宙邦、台华新材、强力新材、泰和新材、双箭股份等

油价：供求格局1-2年内维持弱平衡，长期供求偏紧态势不改



数据来源：OPEC，东吴证券研究所

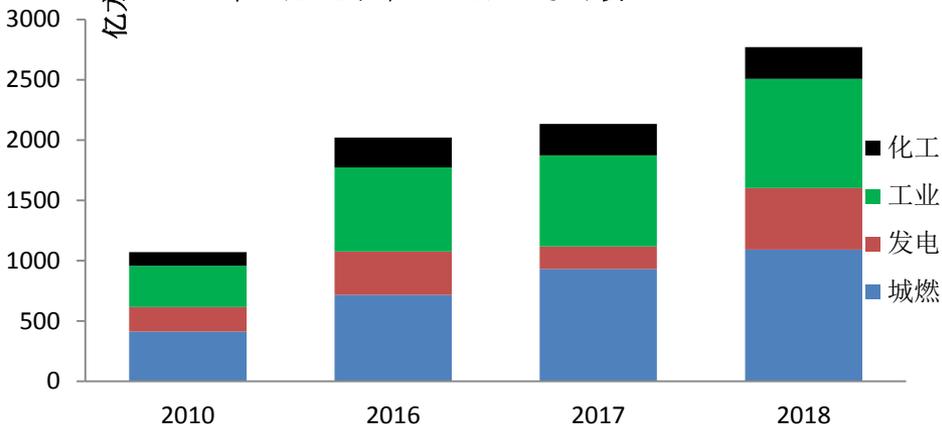


数据来源：EIA，东吴证券研究所

- WTI 油价回到45\$/b基本符合预期；
- 年内原油低点或已探明；
- 1-2年内全球原油供求弱失衡，长期可能偏紧；
- 供给层面的不确定因素在于北美、巴西深水和伊朗；
- 需求主要关注中国、印度；
- 远期关注IMO冲击、深水投资押后。

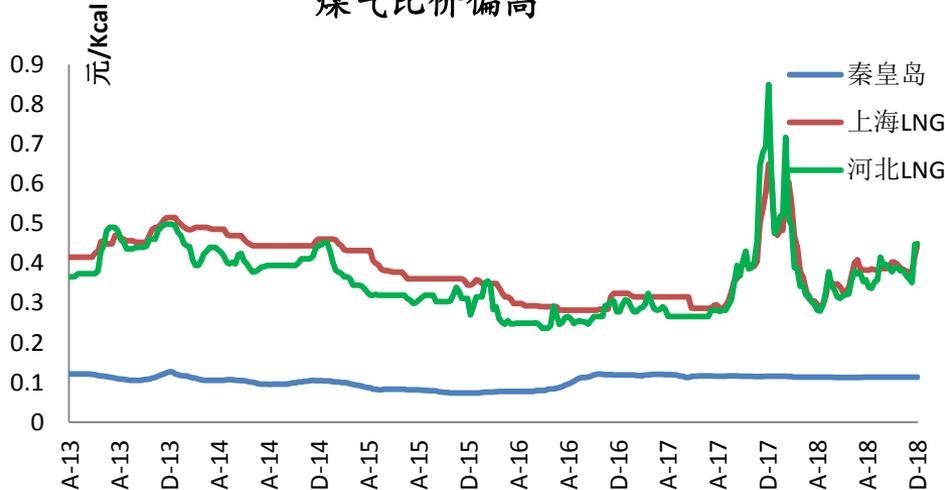
天然气：季节性波动或有减弱，但是煤气价差仍可能拉大

中国主要年份天然气消费明细



数据来源: wind, 东吴证券研究所

煤气比价偏高



数据来源: wind, 东吴证券研究所

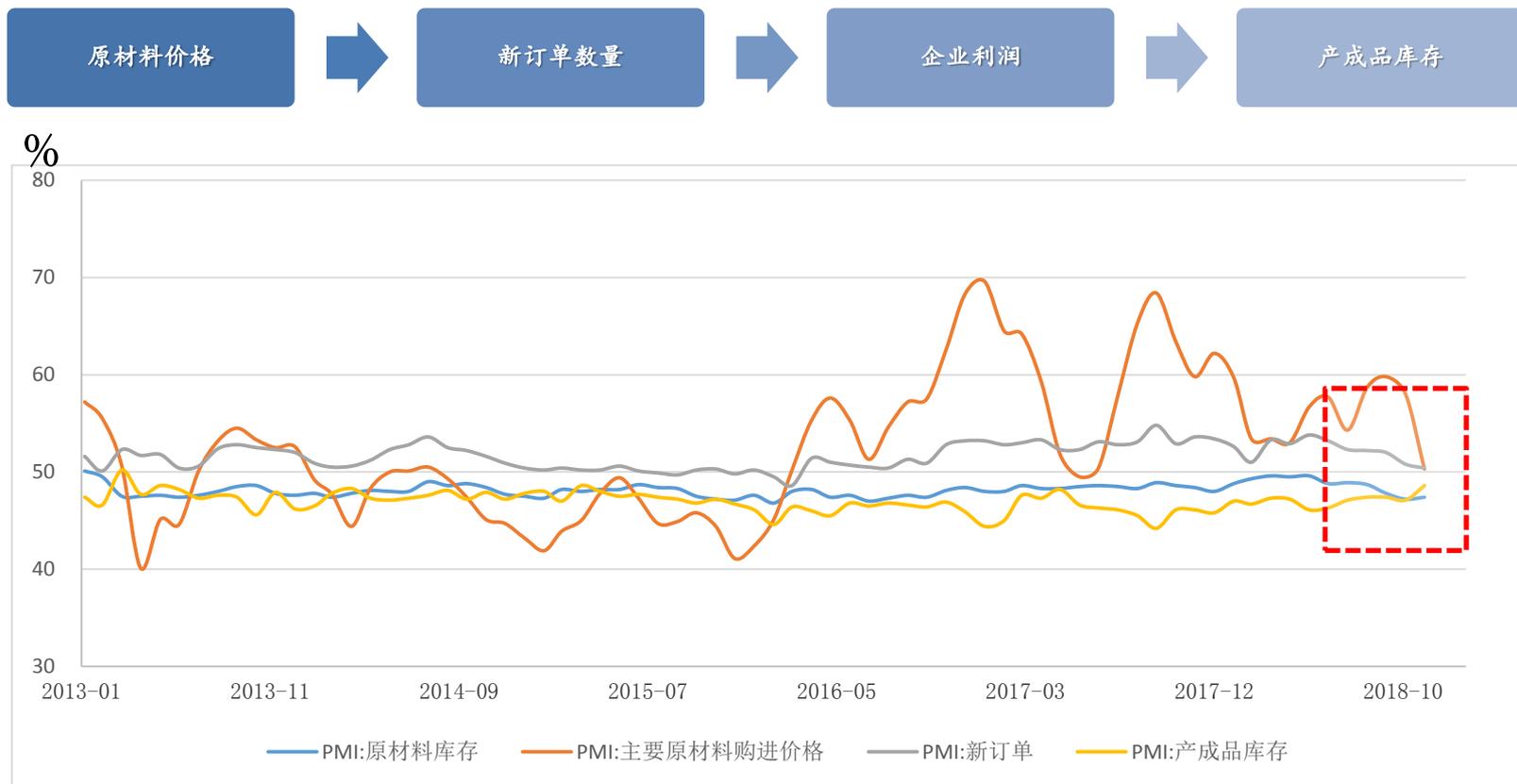
燃气跨区域调度体系初步形成



数据来源: 中石化, 东吴证券研究所

- 互联互通和LNG扩容使得北方地区LNG季节性波动减弱, 保供压力降低;
- 燃气板块整体观点偏谨慎。
- 煤气比价过高是燃气板块的投资切入点, 重点推荐煤气、煤油套利标的的新奥股份和广汇能源。

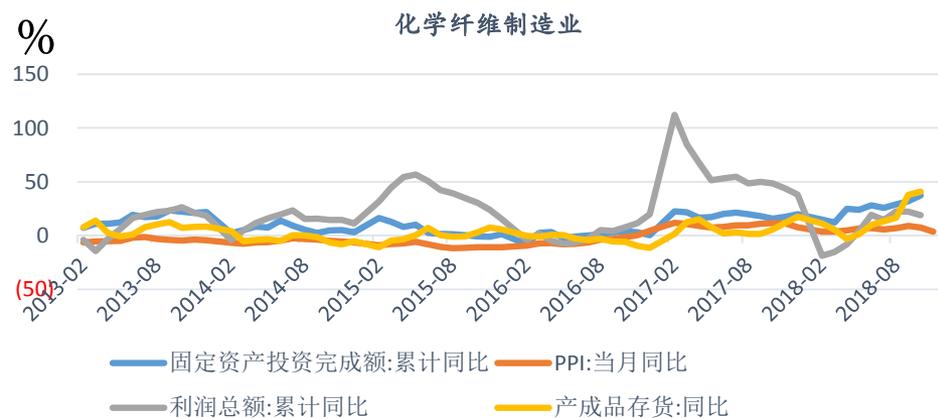
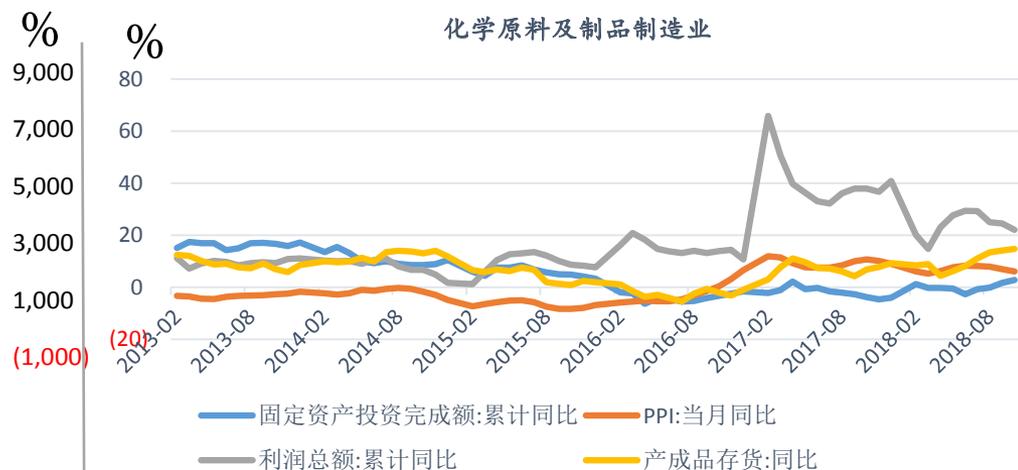
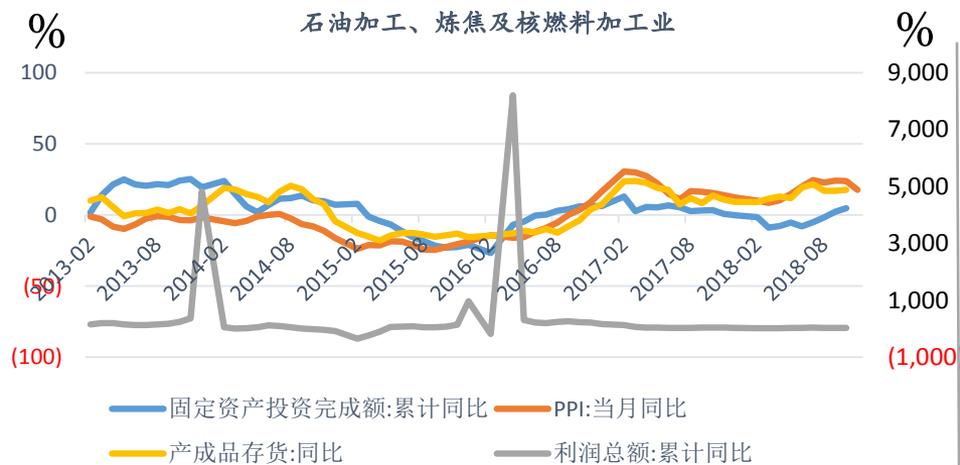
嵌套在经济周期中的化工周期视角解读（PMI）



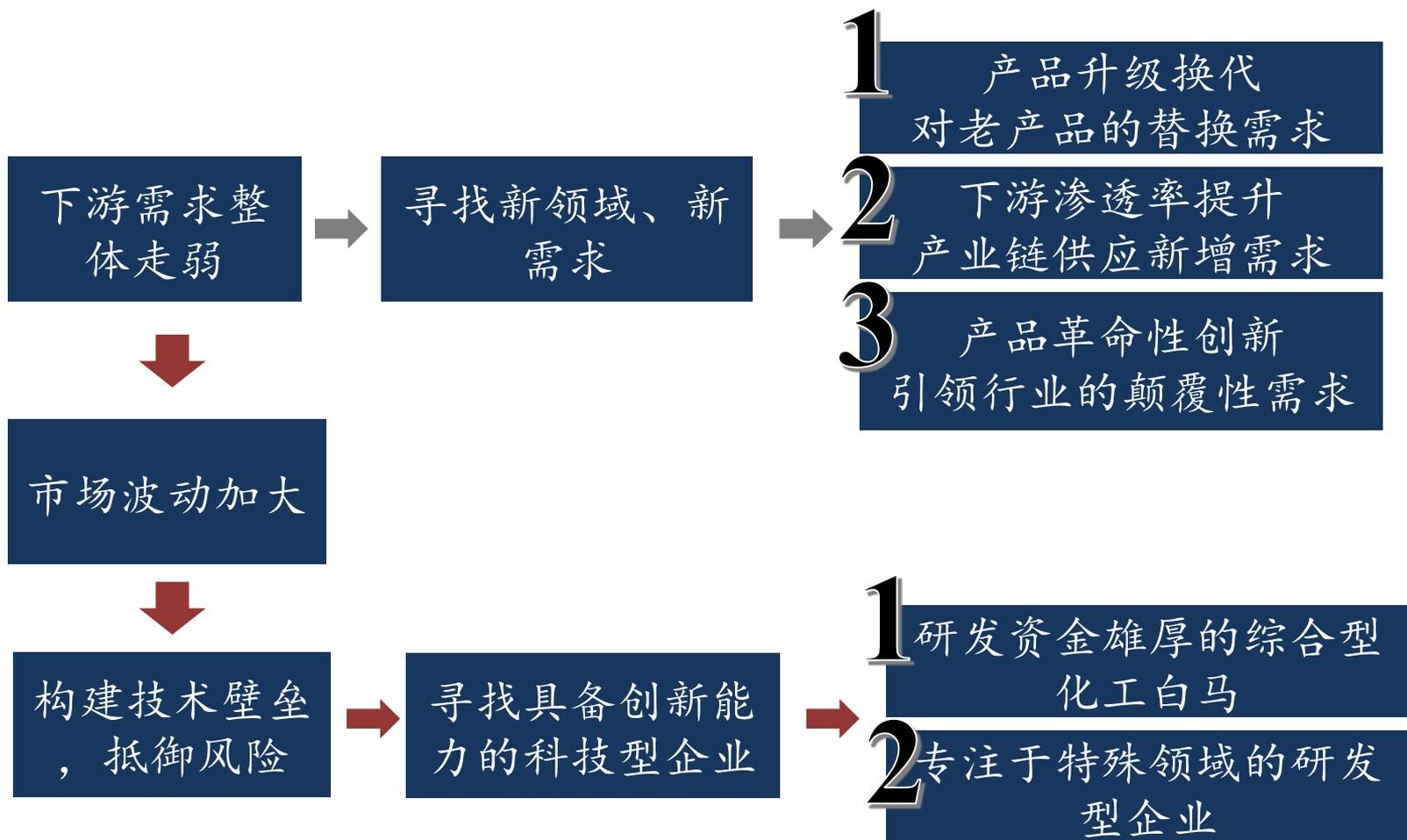
数据来源：wind，东吴证券研究所

根据目前观察到的变化可知，原材料价格的上涨已无法向产成品方向正常传导，下游需求整体疲软，9月份开始新订单减少，产成品库存增加，由原材料涨价带来的高盈利不可持续，本轮价格反弹结束，周期品的趋势性机会告一段落。

嵌套在经济周期中的化工周期视角解读（行业）



数据来源: wind, 东吴证券研究所



	股票代码	当前股价	2018年EPS	2019年EPS	2019年PE	PB	PEG (2019)
万华化学	600309	30.76	4.11	4.71	6.53	3.08	0.45
新奥股份	600803	10.24	1.22	1.62	6.32	2.44	0.19
荣盛石化	002493	10.27	0.39	0.82	12.46	4.53	0.11
道恩股份	002838	17.9	0.53	0.99	18.00	5.35	0.20
中旗股份	300575	43.98	2.30	3.15	13.97	3.20	0.38
万润股份	002643	10.35	0.51	0.68	15.22	2.32	0.46
新宙邦	300037	23.74	0.82	1.11	21.39	3.72	0.64
强力新材	300429	29.44	0.59	0.81	36.38	7.52	1.00
台华新材	603055	10.72	0.82	0.94	11.39	2.57	0.77
泰和新材	002254	10.8	0.29	0.39	27.87	3.25	0.82
双箭股份	002381	6.89	0.38	0.45	15.32	1.75	0.79
利安隆	300596	27.9	0.95	1.55	18.00	5.60	0.29

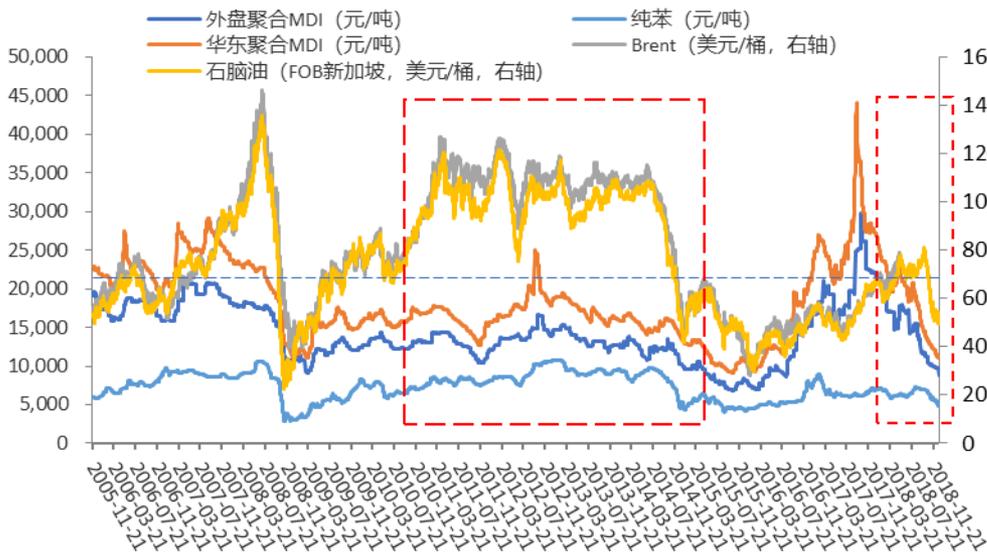
数据来源：wind，东吴证券研究所（除万华化学、新奥股份、道恩股份、万润股份、利安隆外盈利预测取自wind一致预期）

万华化学：静待白马成长性显现

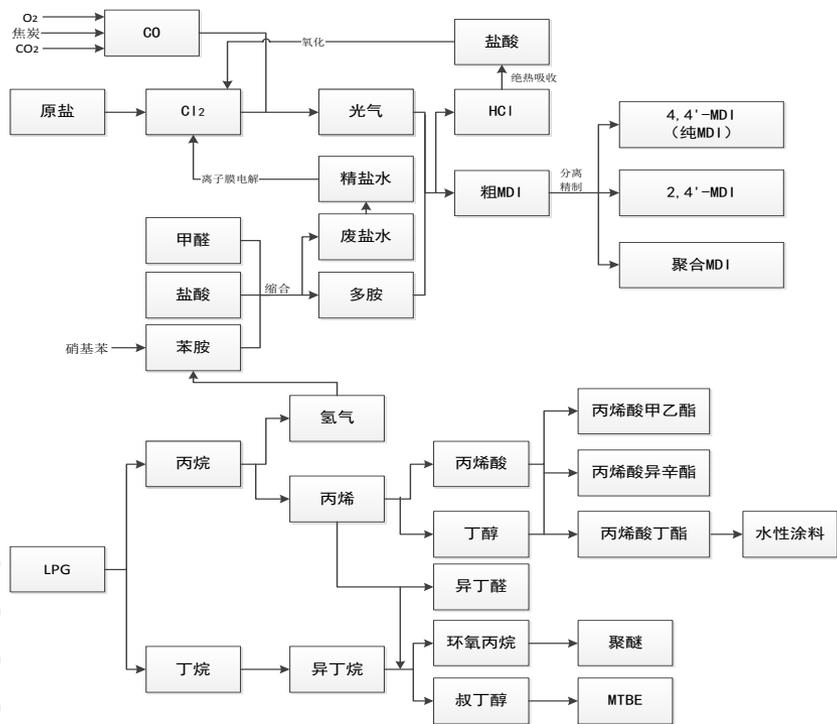
	2018E	2019E
EPS	4.11	4.71
P/E	7.49	6.53
P/B	2.27	1.73
PEG	17.14	0.45

数据来源：wind，东吴证券研究所

MDI已跌至周期底部，下跌空间有限



万华化学的石化和聚氨酯业务勾稽关系



- 关注聚合、纯MDI的价差变化
- 关注PUA、POE的进展
- 风险提示：油价波动、地产需求疲软

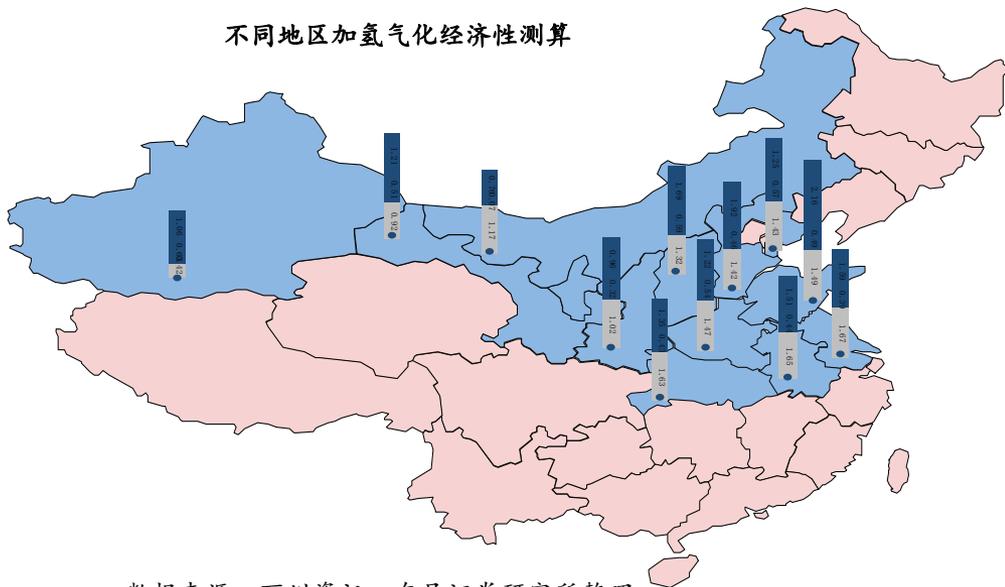
数据来源：wind，公司公告，东吴证券研究所整理

新奥股份：传统业务低估值+煤气化业务空间大

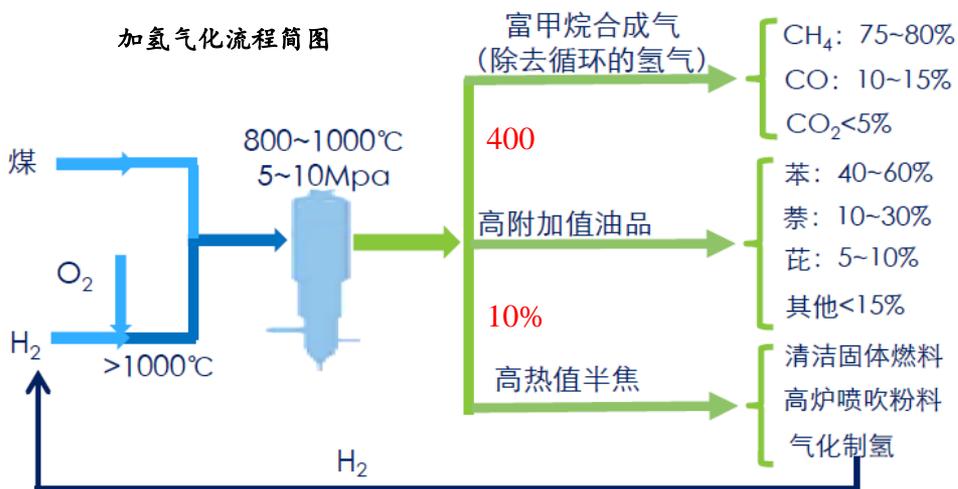
	2018E	2019E
EPS	1.22	1.62
P/E	8.39	6.32
P/B	2.02	1.62
PEG	0.09	0.19

数据来源：wind，东吴证券研究所

不同地区加氢气化经济性测算



数据来源：百川资讯，东吴证券研究所整理



数据来源：新奥股份，东吴证券研究所

- 加氢气化试车成功后，商业模式以及商业化订单方面取得进展
- 公司海外（北美、澳洲）的LNG上游布局的进一步进展
- 舟山接收站的业务模式，运营方式的进一步明确
- 风险提示：油价波动导致santos计提减值、甲醇价格波动

荣盛石化：炼化一体化标杆

	2018E	2019E
EPS	0.39	0.82
P/E	26.31	12.46
PEG	6.27	0.11

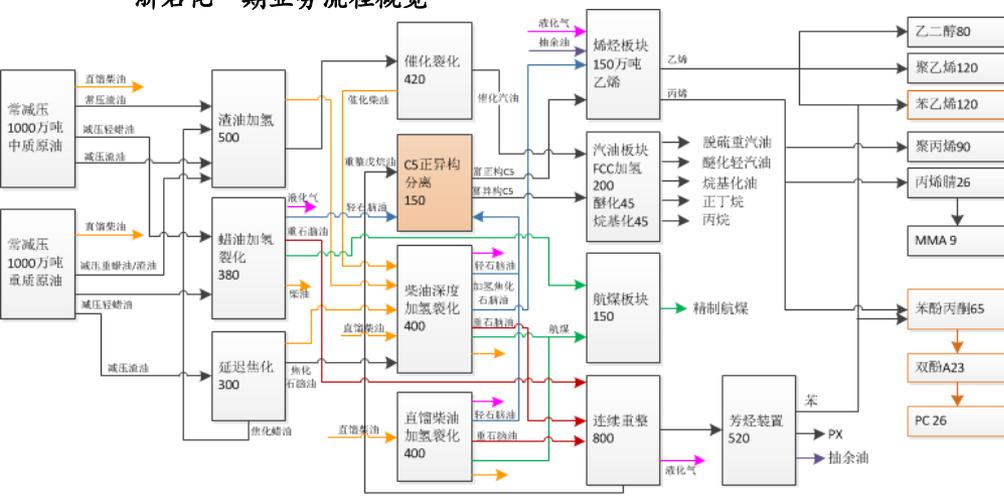
数据来源：wind，东吴证券研究所（盈利预测数据取自wind一致预期）

荣盛石化主要业务基地概览



数据来源：浙石化环评报告，东吴证券研究所

浙石化一期业务流程概览



数据来源：浙石化环评报告，东吴证券研究所

- 浙石化一期的开车
- 和浙能在加油站等领域合作的进一步进展
- 浙石化二期的方案明确以及浙石化和中金石化的协同
- 国内在合适的时点对海外PX企业展开反倾销
- 风险提示：油价波动、浙石化开车进度低于预期

道恩股份：新产品2019年集中放量，DVA产品值得期待

	2018E	2019E
EPS	0.53	0.99
P/E	34.06	18.00
P/B	4.34	3.76
PEG	0.82	0.20

数据来源：wind，东吴证券研究所

三大技术平台+改性塑料：业务协同，聚焦高端应用

		现有产能/ 吨	规划产能/ 吨	投产时间	国内产业空 间
动态硫化平 台	TPV	22000	11000	2019年	16万吨
	TPIIR		10000	2019年3000吨	3万吨
	DVA			路跑试验	30万吨
酯化平台	TPU	10000	100000		70万吨
	TPEE			在研	5万吨
氢化平台	HNBR	0	3000	2018 年底一期 1000吨	7000吨
改性塑料		70000	121000 (收购)		2000万吨

数据来源：公司公告，道恩股份，东吴证券研究所整理

道恩股份的新材料业务构思



数据来源：公司公告，东吴证券研究所

- 氢化丁腈的顺利投产
- TPIIR海外订单的落实以及国内认证的突破
- 自行车胎用DVA的上量以及轿车胎用DVA材料认证的突破
- 汽车搪塑材料的进展
- 风险提示：DVA材料认证慢于预期

利安隆：隐形行业龙头，成长性强

	2018E	2019E
EPS	0.95	1.55
P/E	29.37	18.00
P/B	5.14	4.41
PEG	1.03	0.29

数据来源：wind，东吴证券研究所

利安隆现有业务的分类



数据来源：公司主页，东吴证券研究所整理

抗老化助剂的主要下游领域国内、国际情况（2016，万吨）

	塑料	合成橡胶	化学纤维	涂料	胶黏剂	合计
中国	7,863	548	5,047	1,803	773	16,034
全球	33,638	1,550	7,099	6,470	1,770	50,527
中国占比	23%	35%	71%	28%	44%	

数据来源：wind，百川资讯，东吴证券研究所整理

- 概略匡算，全球各类抗老化助剂的容量在50万吨左右，公司的市占率仍然较低，体量翻倍可期
- PC、涂料等领域已经进入高端客户供应链，放量稳定
- 公司存在进入润滑油用抗氧化剂的可能
- 风险提示：环保放松导致UVA价格波动

万润股份：单晶业务稳中有增，沸石业务放量可期

	2018E	2019E
EPS	0.51	0.68
P/E	20.29	15.22
P/B	2.31	2.27
PEG	0.95	0.46

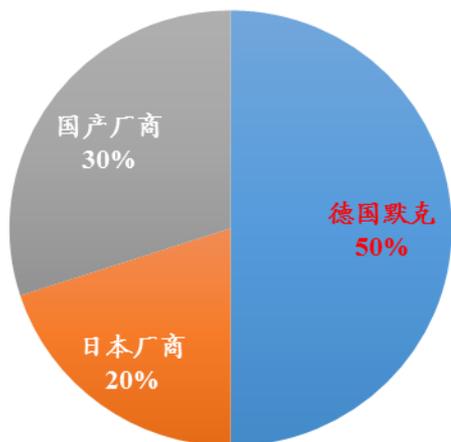
万润股份的主要业务概览



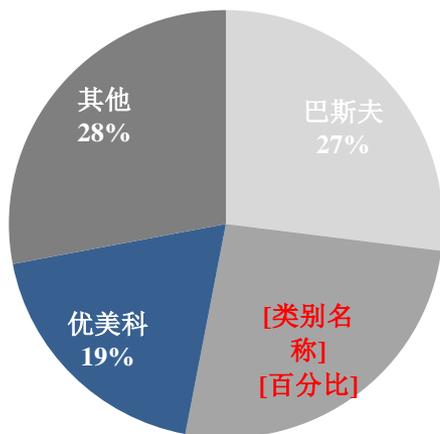
数据来源：wind，东吴证券研究所

数据来源：公司公告，东吴证券研究所

液晶材料竞争格局



沸石材料竞争格局



- 全面实施国六，2019年新增沸石产能集中释放；
- 作为最大混晶材料商默克的合作伙伴，公司的单晶业务有望稳中有增；
- OLED材料的需求走强，公司的OLED业务或将破局。
- 风险提示：国六进展低于预期

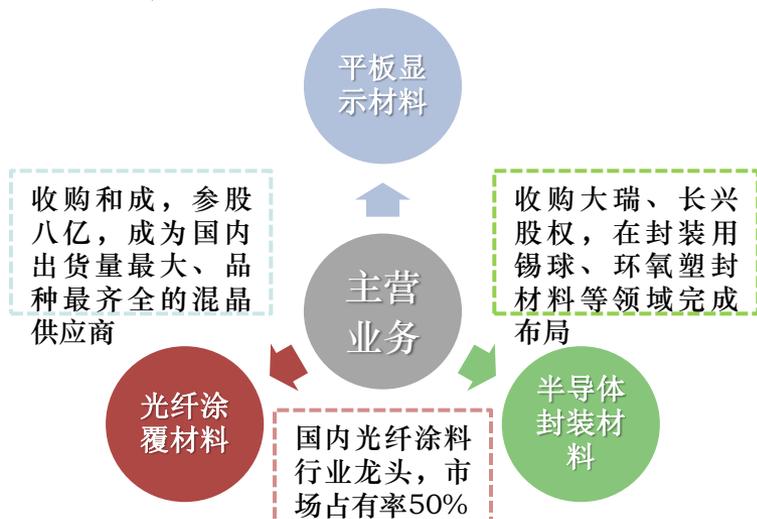
数据来源：百川资讯，东吴证券研究所

飞凯材料：液晶材料景气度延续，半导体布局初显成效

	2018E	2019E
EPS	0.70	0.87
P/E	22.51	18.11
P/B	4.79	3.99
PEG	0.14	0.75

数据来源：wind，东吴证券研究所

公司的业务概览



数据来源：wind，东吴证券研究所

液晶面板产能加速向国内转移



数据来源：wind，东吴证券研究所

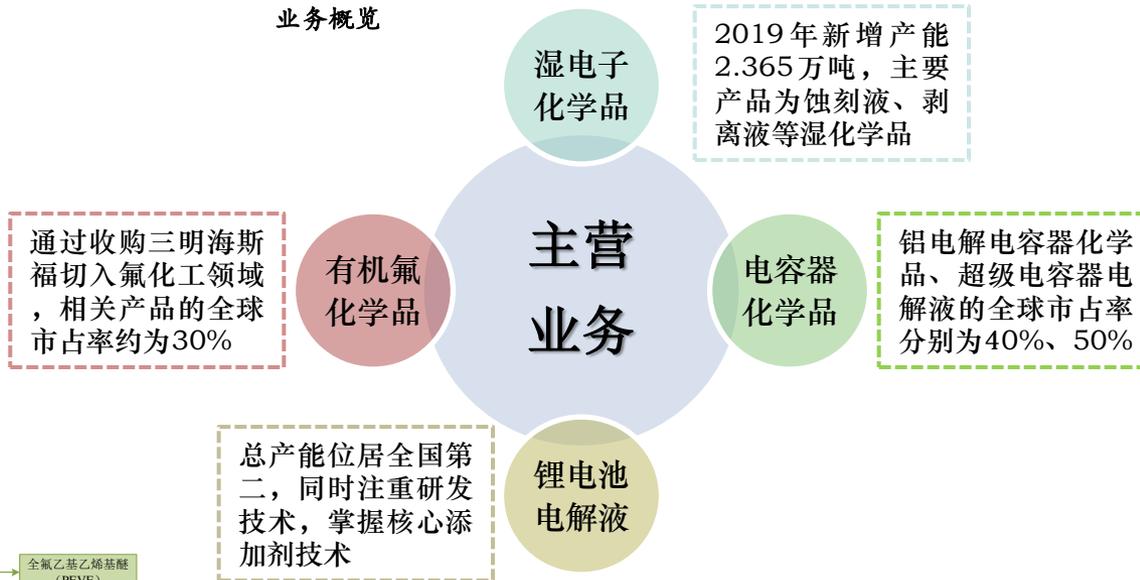
- 按2020年市场需求500吨、国产化率70%计算，液晶材料需求量是现在的4-5倍，公司是国内产品系列最全（IPS、VA均覆盖）、出货量最大的混晶商，未来有望充分受益；
- 半导体封测环节的进口替代或率先启动，公司已初步完成布局；
- 受益于5G建设的提速和行业竞争格局的转好，公司的光纤涂料行业业务有望企稳回升。
- 风险提示：混晶国产化率不及预期

新宙邦：氟化工景气度提升，湿化学品或成新引擎

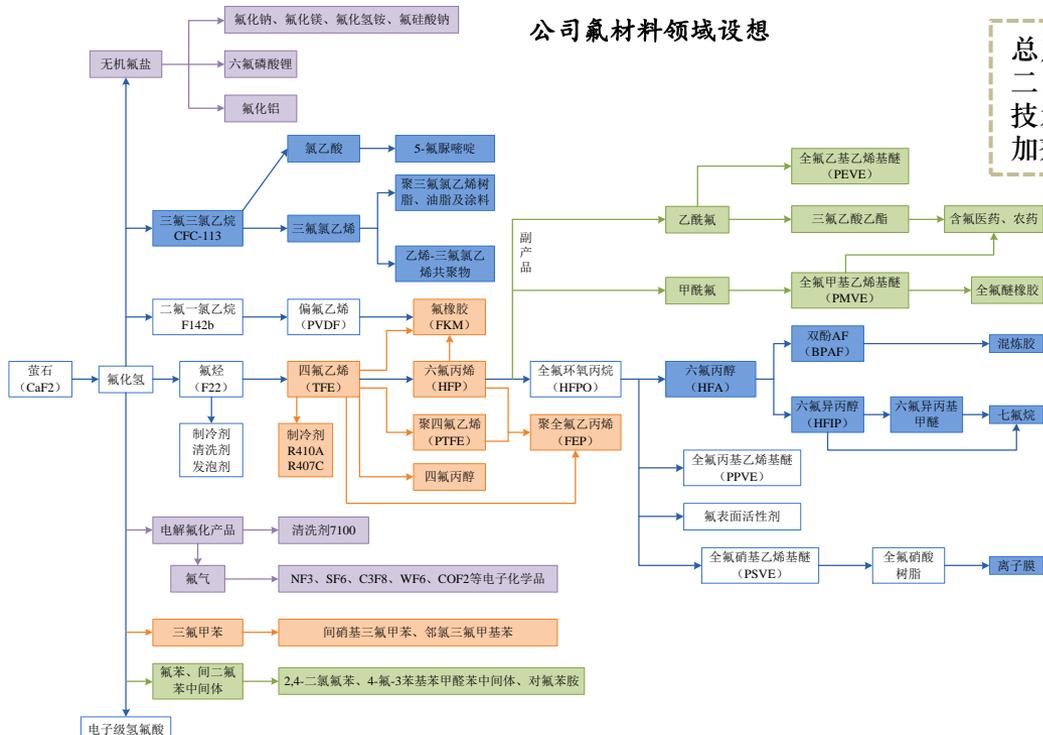
	2018E	2019E
EPS	0.82	1.11
PE	28.95	21.39
PEG	3.10	0.64

数据来源：wind，东吴证券研究所（盈利预测数据取自wind一致预期）

业务概览



公司氟材料领域设想



数据来源：公司公告，东吴证券研究所

- 公司聚焦高附加值的含氟精细化学品，未来有望携海斯福打通全产业链；
- 受益于平板显示和半导体产能向国内转移加速，湿化学品业务或成新引擎；
- 电解液行业由价格战进入技术战阶段，公司或凭研发优势实现破局。
- 风险提示：电解液行业竞争加剧

数据来源：公司公告，东吴证券研究所

双箭股份：工业输送带龙头，扩产开启新征程

	2018E	2019E
EPS	0.38	0.45
P/E	18.28	15.32
PEG	0.41	0.79

数据来源：wind，东吴证券研究所（盈利预测数据取自wind一致预期）

公司的发展战略 竞争格局

国内输送带行业龙头，现有产能4000万方，市占率为13%

业务方向

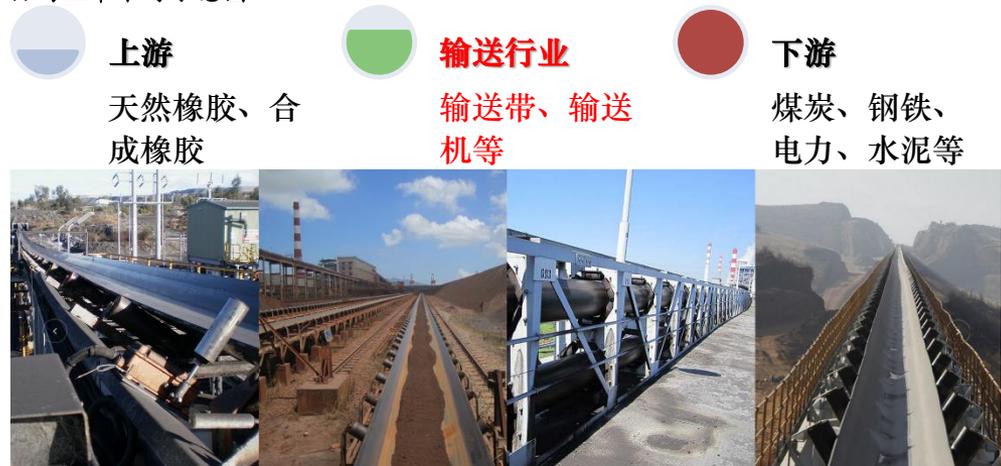
产品种类数十种，高低端比例3:7，将继续优化产品结构

养老院

养老院业务处于盈亏平衡，未来维持轻资产投资+运营模式

数据来源：公司公告，东吴证券研究所

公司上中下游示意图

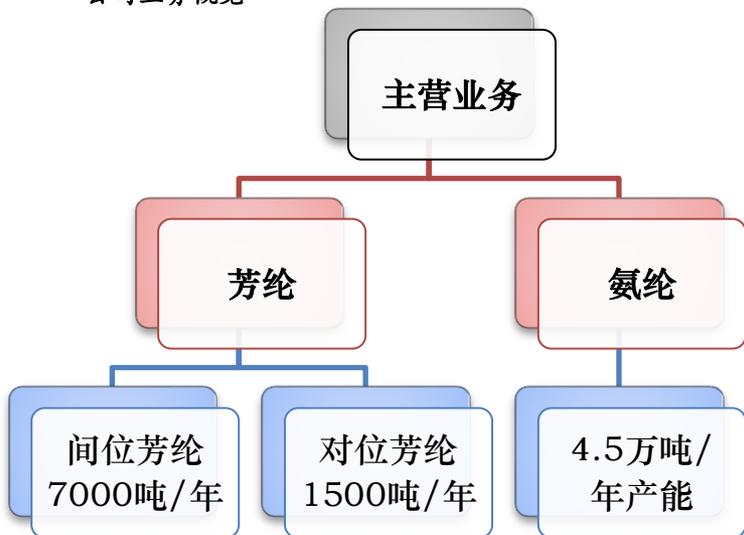


数据来源：公司公告，东吴证券研究所

- PM2.5治理带动矿山、码头等领域开始用皮带输送替代柴油车运输。
- 超长超宽皮带壁垒较高，主要体现在张力、阻燃、耐磨等。
- 公司订单增加，且高毛利品种需求旺盛。
- 公司新增的1000万方产能将于2019年底投入使用。
- 风险提示：天胶价格波动

泰和新材：芳纶产能扩张在即，氨纶有望触底回升

公司业务概览

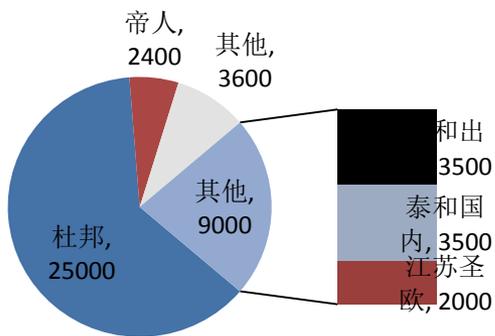


数据来源：公司公告，东吴证券研究所

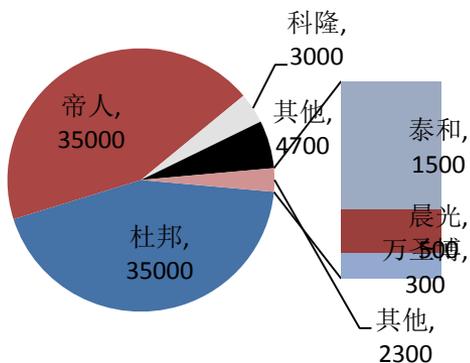
	2018E	2019E
EPS	0.29	0.39
P/E (倍)	37.38	27.87
PEG	0.46	0.82

数据来源：wind，东吴证券研究所（盈利预测数据取自wind一致预期）

芳纶1313全球的市场概览



芳纶1414全球的市场概览



- 杜邦产能退出，导致全球芳纶供求平衡格局打破。公司的高端品种认证面临突破，放量在即
- 通过内部结构调整，芳纶业务的盈利仍有扩张空间。且有较大的扩产设想
- 氨纶行业格局持续优化，公司利用成本优势继续扩张，在4.5万吨产能基础上已有3万吨新增产能投产+3万吨新增产能规划。
- 风险提示：氨纶出清低于预期

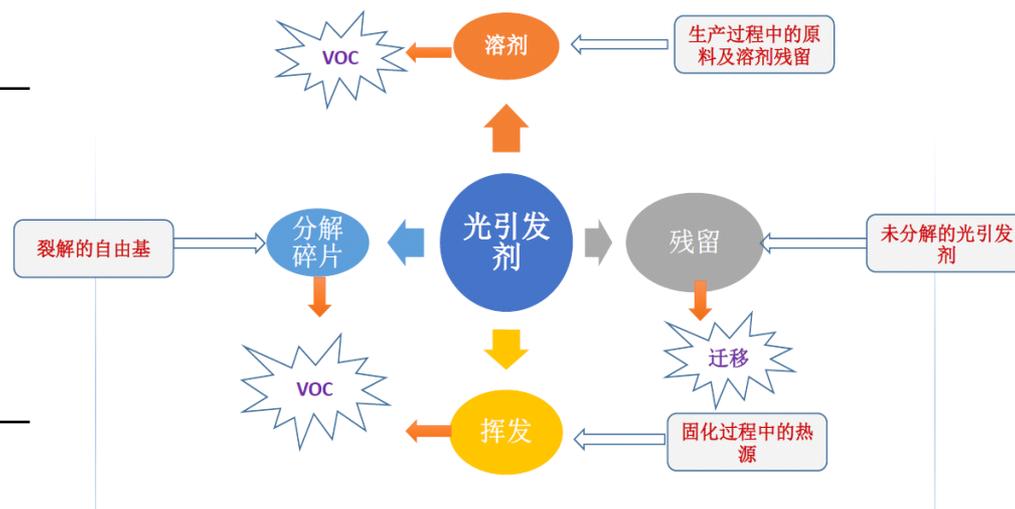
数据来源：公司公告，东吴证券研究所

强力新材：半导体光引发剂稳中有升，UV-LED放量

	2018E	2019E
EPS	0.59	0.81
PE	49.55	36.38
PEG	2.39	1.00

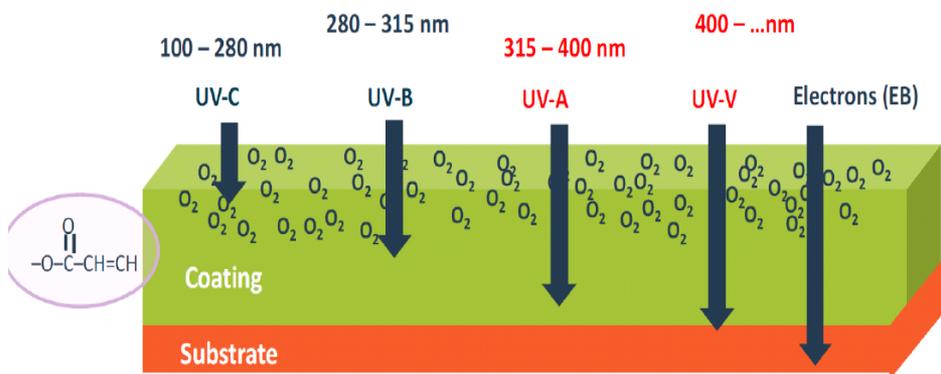
数据来源：wind，东吴证券研究所（盈利预测数据取自wind一致预期）

常规的UV固化存在安全隐患



数据来源：CNKI，公司公告，东吴证券研究所

UV固化的固化方式会逐步从汞灯向LED发展



- 248nm光酸以及光刻胶的进展
- 随着OLED需求增加，OLED升华材料产业化取得进展
- VOC管控趋严，公司的UV-LED油墨逐步上量
- VOC管控趋严，UV-LED涂料领域取得进展
- 风险提示：油墨领域进展不及预期

资料来源：CNKI，东吴证券研究所

- 油价短期探底，中长期偏谨慎：短期油价底或已探明，大概率震荡向上，但是1-2年内全球原油供求弱失衡，中期走势偏谨慎；
- 天然气市场仍在改革的不稳定阶段，整体观点偏谨慎。未来LNG季节性波动或减弱，投资切入点应从煤气比价入手，关注煤气、煤油套利；
- 2019年的选股策略：寻找高壁垒、大市场、少竞争的特色标的。重点推荐万华化学、新奥股份、荣盛石化、道恩股份、中旗股份、万润股份、利安隆；建议关注新宙邦、台华新材、强力新材、泰和新材、双箭股份等。

风险提示：

- 油价波动存不确定性
- 燃气市场化改革具有政策依赖性，气价波动存不确定性
- 化工品景气度下滑
- 新材料企业产品研发进度存不确定性

东吴证券股份有限公司经中国证券监督管理委员会批准，已具备证券投资咨询业务资格。

本研究报告仅供东吴证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议，本公司不对任何人因使用本报告中的内容所导致的损失负任何责任。在法律许可的情况下，东吴证券及其所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券并进行交易，还可能为这些公司提供投资银行服务或其他服务。

市场有风险，投资需谨慎。本报告是基于本公司分析师认为可靠且已公开的信息，本公司力求但不保证这些信息的准确性和完整性，也不保证文中观点或陈述不会发生任何变更，在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。

本报告的版权归本公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。如引用、刊发、转载，需征得东吴证券研究所同意，并注明出处为东吴证券研究所，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

东吴证券投资评级标准：

公司投资评级：

买入：预期未来6个月个股涨跌幅相对大盘在15%以上；

增持：预期未来6个月个股涨跌幅相对大盘介于5%与15%之间；

中性：预期未来6个月个股涨跌幅相对大盘介于-5%与5%之间；

减持：预期未来6个月个股涨跌幅相对大盘介于-15%与-5%之间；

卖出：预期未来6个月个股涨跌幅相对大盘在-15%以下。

行业投资评级：

增持：预期未来6个月内，行业指数相对强于大盘5%以上；

中性：预期未来6个月内，行业指数相对大盘-5%与5%；

减持：预期未来6个月内，行业指数相对弱于大盘5%以上。

东吴证券研究所
苏州工业园区星阳街5号
邮政编码：215021
传真：（0512）62938527
公司网址：<http://www.dwzq.com.cn>

东吴证券 财富家园